

المحاضرة الثانية : تقسيمات السوق المالية وأهم أعضاء السوق المنظمة

1- السوق النقدية

1-1- سوق الخصم

1-2- سوق القروض قصيرة الأجل.

1-3- المتعاملون في السوق النقدية.

1-4- الصكوك المتداولة في سوق النقد.

- ودائع السوق النقدية

- ودائع الشهادات الادخارية

- أذونات الخزينة

- الأوراق التجارية

2- سوق رؤوس الأموال

2-1- سوق الإصدارات أو السوق الأولية

2-1-1- كيفية الاستفادة من الطرح الأولي.

2-1-2- خطوات طرح الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

2-2- سوق التداول أو السوق الثانوية

3- أعضاء البورصة وشروط العضوية

- السماسرة *Brokers*

- تجار الأوراق المالية *Dealers*

- سماسرة الصالة *Floor brokers*

- تجار الصالة *Floor traders*

- المتخصصون *Specialists*

4- تقسيمات سوق التداول أو السوق الثانوية

مقدمة :

على الرغم من التباينات المتعددة لأسواق المال عند الكثير من الدارسين و الباحثين إلا أنه يمكن تبويب أنواع الأسواق المالية بصفة عامة إلى نوعين هما : الأسواق النقدية وأسواق رؤوس الأموال.

1- السوق النقدية ¹:

أو السوق ما بين البنوك : لقد عرفت السوق النقدية *Money Market* بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة و البنوك التجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية و ذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.

➤ كما عرفت بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

➤ و تتكون السوق النقدية من فرعين أو أكثر حسب البلد و تطور تلك السوق و كذا حسب قدرة و سيطرة البلد على تلك السوق من حيث الرقابة و التنظيم. ففي الولايات المتحدة على سبيل المثال تتكون من سوقين فرعيتين خصصت كل منهما لنوع معين من العمليات.

1-1- سوق الخصم *The Discount Market* أين تخضم الأوراق التجارية من كمبيالات و سندات و أذونات خزينة. و الخصم هي عملية مالية تتم بين حامل الورقة التجارية و بين بنك ما، يتم بموجب هذه العملية صرف تلك الورقة قبل تاريخ استحقاقها مقابل نسبة معينة يأخذها البنك، أي دفع قيمتها لحاملها، مما يوفر لهذا الأخير سيولة هو في حاجة إليها في الوقت الحاضر، و بعد حصول البنك على الورقة يمكنه هو الآخر صرفها قبل تاريخ الاستحقاق أيضا بسبب نقص السيولة لديه أو لأي غرض آخر، و ذلك لدى البنك المركزي و هذا ما يعرف بإعادة الخصم.

1-2- سوق القروض قصيرة الأجل *Short term Loan Market* التي بواسطتها يلتقي العارضون و الطالبون لرؤوس الأموال لفترات قصيرة نسبيا قد تصل إلى يوم واحد، كما قد تصل المدة إلى 6 أشهر أو 9 أشهر أو سنة على الأكثر. و يتمثل العارضون لتلك الفوائض من السيولات في البنوك التجارية و المؤسسات المالية المتخصصة في منح القروض قصيرة الأجل و يتمثل الطالبون لتلك السيولات في الأفراد و المؤسسات بغرض تغطية العجز الطارئ و المؤقت أو التمويل قصير الأجل.

➤ و إذا كانت السوق النقدية في الولايات المتحدة تتكون من سوق الخصم و سوق القروض قصيرة الأجل فهي أيضا تتكون في فرنسا من سوقين فرعيتين، الأولى عبارة عن **السوق فيما بين البنوك *marché Interbancaire*** و كما يدل اسمها فهي مخصصة أساسا للمعاملات في القطاع البنكي و بذلك فإن هناك مؤسسات مالية معينة يخول لها القانون الفرنسي المشاركة في التعامل في هذه السوق مثل المؤسسات المتخصصة في القروض *Etablissements de crédit* ، بنك فرنسا أي البنك المركزي، الخزينة العمومية، المصالح المالية للبريد و غيرها من المؤسسات المالية المتخصصة.

يقوم بنك فرنسا بدور هام في تنظيم ومراقبة هذه السوق الفرعية، إذ يتدخل عند حدوث إختلالات في التوازن بوسائل معينة كالإعلان عن المناقصات *Appels d'offres*، بيع و شراء سندات الخزينة.... الخ، تمكنه و السلطات التابعة له من

¹ - الدكتور جبار محفوظ ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الطبعة الأولى 2002 دار هومة الجزائر، ص 64-71.

العودة بتلك السوق إلى حالة التوازن كما تقوم بإعادة تمويل مؤسسات القروض و نشر أسعار الصرف يوميا و التي تتحدد بواسطة العرض و الطلب.

أما السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية الفرنسية فهي سوق القيم المدينة المتداولة *Marché des titres de créances négociables* ، حيث يتم تداول شهادات الإيداع *Certificats de dépôt* ، أذونات الخزينة و سندات المؤسسات و الشركات المالية و كذا سندات الخزينة العمومية المتداولة. و على عكس السوق فيما بين البنوك فإن هذه السوق، أي سوق القيم المدينة مفتوحة لكافة المتعاملين الاقتصاديين طالما أنهم يحققون الشروط و الضمانات المطلوبة. و على الرغم من اختلاف طريقة تقسيم السوق النقدية في الولايات المتحدة عنها في فرنسا و ربما تختلف من بلد إلى آخر إلا أننا نرى أن أهداف هذه السوق متشابهة في معظم البلدان المتقدمة، حيث توفر هذه السوق فرصا جيدة للادخار و الاستثمار لآجال قصيرة و بذلك يتخلص المتعاملون الاقتصاديون من أفراد و مؤسسات من السيولة الفائضة لمدة قصيرة و الاستفادة من الفوائد على تلك السيولة.

بعبارة أخرى فإن هذه السوق تساعد في القضاء على الاكتناز الذي يؤثر على الإنفاق و يخفض من مبيعات المؤسسات و بالتالي تدني عائداتها و يتسبب هذا في تدهور تسديداتها للعمال و الموردين و يحرمها من التوسع الذي يوفر فرص تشغيل متعددة، أي انتشار البطالة وغيرها من النتائج السلبية التي غالبا ما تؤدي إلى الركود الاقتصادي، كما هو الحال في الكثير من دول العالم المتخلف الذي عادة ما تنتشر فيه ظاهرة الاكتناز.

و عليه يمكن القول أن هناك فوائض مالية سائلة (دخول، فوائد،) ومن جهة أخرى هناك أفراد و مؤسسات في حاجة إلى تلك الفوائض لتسديد مستحققاتها الآنية و دون اللجوء إلى الديون متوسطة و طويلة الأجل، من هنا تأتي أهمية السوق النقدية في الجمع بين هاتين الجهتين.

1-3- المتعاملون في السوق النقدية² :

يتعامل في السوق النقدية أطراف متعددة إما بصفتها طالبة للنقد أو بصفتها عارضة للنقد، و هذه الأطراف هي :

① - **الطرف الأول** : يتمثل في المؤسسات الوسيطة، مالية كانت أو نقدية مثل : البنوك و شركات التأمين و المؤسسات المالية و بيوت الخصم و القبول و الدفع و سمسرة الأذون و الخزينة العامة.

② - **الطرف الثاني** : يتمثل في أصحاب الفوائض المالية، أي الفئات التي لديها مدخرات و تبحث عن توظيف قصير الأجل يحقق لها السيولة و العائد و تتحمل جزء من المخاطر.

③ - **الطرف الثالث** : يتمثل في الوحدات الاقتصادية و الأفراد و المؤسسات ذات العجز و التي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل لسداد التزامات عاجلة أو عجز مؤقت دون تحمل أعباء أو تكاليف عالية، ومن هؤلاء : التجار، المضاربين، السمسرة، المستهلكين الذين لهم قدرة على الدفع، الحكومات، المنشآت، لمواجهة التزامات قصيرة الأجل.

1-4- الصكوك المتداولة في سوق النقد³ : و يمكن تقسيمها على أساس العائد كما يلي :

² - محمود سحنون : الاقتصاد النقدي و المالي، دار بقاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2003 ، ص 130.

☞ ودائع السوق النقدية :

عبارة عن وودائع بسعر فائدة ثابت و أجلها محدد بسنة، و لا يمكن سحبها قبل هذه المدة، لكن يمكن تداولها في السوق النقدي خلال هذه المدة.

☞ ودائع الشهادات الادخارية :

هي عبارة عن إيصالات من البنوك مقابل الإيداعات لديها و تحمل تلك الودائع أسعار فائدة ثابتة و لها أجل استحقاق محدد لا تسحب إلا بحلول هذا التاريخ و لها إمكانية التداول في السوق النقدي، و في العادة تكون آجال شهادات الإيداع من شهر إلى ثلاثة أشهر و بعضها قد يتجاوز العام و يصل إلى أجل خمس سنوات.

☞ أفونات الخزينة :

و تمثل أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل يبلغ أجلها في العادة ثلاثة أشهر. و لا يزيد استحقاقها على سنة وهي غير قابلة للتداول في البورصة حيث تعتبر جزء من أدوات سوق النقد و ليس سوق رأس المال، أما السندات الحكومية يصل تاريخ استحقاقها إلى 30 سنة، تصدرها الحكومة لتمويل العجز في الموازنة العامة و تتميز بانخفاض درجة المخاطرة لأنها مضمونة من قبل الحكومة.

☞ الأوراق التجارية :

و هي الأوراق التجارية التي تحمل وعود بالدفع تصدرها الشركات الكبيرة بأجل استحقاق يتراوح بين يوم واحد و سنة كاملة، و لا يوجد أي ضمان لهذه الأذون إلا ما تتمتع به الشركات من سمعة ائتمانية واستعداد البنوك للتعامل معها لسداد هذه الأوراق عند الاستحقاق.

2- سوق رؤوس الأموال :

تسمى أيضا بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تميزا لها عن سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل أو السوق النقدية التي سبق و أن تطرقنا لها، و هذا التصنيف كان تبعا لأجل الورقة المالية المصدرة حيث يتم تداول بعض أدوات سوق النقد كأذونات الخزنة و السندات قصيرة الأجل التي لا تزيد آجالها عن سنة واحد، بينما يتم تداول الأسهم و السندات متوسطة و طويلة الأجل و التي تزيد آجالها عن سنة في سوق رؤوس الأموال و التي يتم تقسيمها وفقا لطبيعة الإصدار إلى قسمين رئيسيين هما⁴ :

1-2- سوق الإصدارات أو السوق الأولية : Primary Market

³ - محمود سحنون : الاقتصاد النقدي و المالي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2003 ، ص 131.

⁴ - عاطف و ليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005 ص 7-10.

يتم بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم و السندات في السوق الأولى، حيث تطرح الحكومة السندات و أذونات الخزينة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات و مؤسسات العمال السندات و الأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية.

و يتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم و السندات باستخدام ثلاثة أساليب هي :

أن تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة ما تسمى بنك الاستثمار أو المتعهد *Underwriter* بتغطية عملية الإصدار لحساب الشركة أو الجهة الحكومية، و لا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين المستثمرين المحتملين للورقة المالية المصدرة و الجهة التي قررت إصدارها فهو يقدم النصح و المشورة للجهة المعنية فيما يتعلق بنوع الورقة المصدرة و التوقيت المناسب للإصدار، و حجم و سعر الإصدار وقد يتعهد بنك الاستثمار على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار، وفي الدول التي تتسم بصغر حجم سوق الأوراق المالية قد تتولى البنوك التجارية مهمة الترويج للإصدار.

✓ أن تقوم جهة الإصدار بنفسها بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، لكي تباع الأسهم و السندات المصدرة.

✓ أسلوب المزاد : و بمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات *Bids* تتضمن الكميات المراد شرائها و سعر الشراء، و يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار. وعادة ما يتم استخدام ذلك الأسلوب لتصريف الإصدارات من السندات الحكومية و أذونات الخزنة.

و تعد السوق الأولية الوسيلة التي يحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها. وتبعاً لذلك فهي بمثابة سوق للاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، و سوق للاستثمار المالي للوحدات المشتريّة للأوراق المالية. فإذا قامت تلك الوحدات بإعادة بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية فلن يوجد استثمار حقيقي بل يوجد استثمار مالي للمشتري الجديد للأوراق المالية المباعة، و تبعاً لذلك فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقي، لأن السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي و ليس الاستثمار الحقيقي.

2-1-1- كيفية الاستفادة من الطرح الأولي:

بعد أن عرفنا كيف تتم عملية طرح الأسهم نتساءل عن دور المستثمر الصغير في هذه العملية و عن مدى استطاعته الحصول على الأرباح الناتجة عن هذه العملية على ضوء ما نراه من نجاح مبهر لعمليات الطرح في السنوات الأخيرة؟ إن ذلك ممكن و لكن يجب أخذ النقطتين التاليتين بعين الاعتبار⁵.

✦ إن عملية الحصول على أسهم بسعر الطرح أمر في غاية الصعوبة لأن بنوك الاستثمار تحتفظ بهذه الأسهم لعملائها الكبار و المتداولين النشطين خصوصاً في حالات الأسهم ذات الشعبية العالية، و بالتالي فإن معظم السماسرة لا يحصلون على عدد كبير من الأسهم المطروحة أي بحدود مائة سهم في الغالب. و كثير من الوسطاء يعاقب المستثمرين ممن يبيعون أسهمهم بسرعة خلال الأيام الأولى بعد يوم الافتتاح و ذلك بعدم منحهم أسهما في المستقبل.

⁵ - فهد بن عبد الله الحويماي، مرجع سبق ذكره، ص 88.

❖ ليست جميع عمليات الطرح ناجحة لذا فمن الأفضل تحري الدقة قبل اتخاذ القرار بالحصول على كمية منها عن طريق السمسار فعلى سبيل المثال تم طرح أسهم شركة **بالم Balm** لشبكات الحاسب الآلي بسعر 38 دولار، و بدأ السهم في يوم الافتتاح عند سعر 145 دولار و ارتفع إلى 165 دولار و أقفل عند سعر 93 دولار و بعد عدة أسابيع هوي إلى أقل من 30 دولار . لذا يجب اقتناء أسهم الاكتتاب من بنوك الاستثمار التي لها تاريخ جيد في انتقاء شركات الطرح الأولي.

2-1-2- خطوات طرح الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية :

عند اتخاذ قرار تعويم الشركة تقوم الشركة بتحديد رأس المال المطلوب و التفاوض مع أحد بنوك الاستثمار لتحديد سعر الطرح ومن الطبيعي أن تختار الشركة بنك استثمار له سمعة جيدة و خبرة طويلة في هذا المجال تجنباً لفشل عملية التعويم أو الحصول على سعر غير مناسب. ومن أشهر بنوك الاستثمار هناك مرجان ستانلي (Morgan Stanley) ، سلمن برونرز (Salamon Brothers) فيرست بوسطن (First Boston) ، ميريل لنش (Merrill Lynch) جولدمان ساكس (Goldman Sachs) وغيرهم. ومن المعروف أن معظم عمليات التعويم تتم بضمان من بنك الاستثمار الذي يسمى في هذه الحالة Underwriter و الذي يضمن إنجاح العملية و الدفع مقدماً للشركة الراغبة في التعويم و هذا ما يجعل سعر التعويم في الغالب أقل من السعر الذي يستقر عليه السهم عند طرحه في السوق و بواسطة طريقة التعويم بضمان بنك الاستثمار نجد أن الشركة الراغبة في التعويم تود أن تضمن سعراً معيناً بصورة مسبقة دون المخاطرة، و نجد أن بنك الاستثمار يود أن تذهب أتعابه أدرج الرياح في حالة فشل العملية فتجده يضطر لبيع الأسهم بسعر معقول.⁶

بعد الاتفاق على سعر معين تقوم الشركة بالتسجيل لدى هيئة الأسواق و الأوراق المالية (SEC) (Securities & Exchange Commission) و هي الهيئة المسؤولة عن حركة تنظيم طرح الأسهم و تداولها في الأسواق الأمريكية و متابعة أداء الأسواق و منع محاولات التلاعب في الأسعار. و تتم عملية التسجيل هذه بتعبئة نموذج التسجيل S-1 و الذي يتضمن وثيقة هامة تعرف باسم Prospectus على الشركة الراغبة في طرح أسهمها تعبئتها، و التي تذكر فيها معلومات كاملة عن طبيعة عمل الشركة و الأشخاص الذين يديرونها إلى جانب مدى ربحيتها في الماضي و نمو مبيعاتها و طبيعة المنافسة التي تواجهها الشركة و حدثها و ما إلى ذلك من معلومات تعين المستثمر في اتخاذ القرار المناسب. و هذه الوثيقة ليست وثيقة دعائية أو تسويقية حيث أن ما يذكر فيها من حقائق و أرقام يعتبر سلاحاً قانونياً للمستثمر فيما لو كانت هناك معلومات خاطئة أو زائفة لذا فإن الشركات تحرص على إعدادها بشكل صحيح و صريح. ومن النقاط الواجب الانتباه إليها عند قراءة وثيقة الطرح معرفة أهداف الشركة من الطرح و نسبة أسهم الملاك المطروحة للاكتتاب حيث إن تبين أن عدداً كبيراً من الأسهم المطروحة هي ملك للمؤسسين فقد لا يكون ذلك مشجعاً.

و بعد الحصول على موافقة هيئة الأسواق تبدأ الشركة بمرحلة الاستعراض (Road show) حيث يقوم المسؤولون بزيارة عدد من المدن و الالتقاء بكبار المستثمرين و البنوك لإطلاعهم على خطط الشركة و ذلك لكسب تأييدهم و بالتالي شرائهم الأسهم المطروحة. و يمنع النظام من قيام الشركة بالتحدث عن أي تطورات أو وعود خاصة بمستقبل

⁶ - فهد عبد الله الحويماني، مرجع سبق ذكره، ص 86.

الشركة عدا ما تم ذكره في وثيقة الاكتتاب و ذلك من تاريخ التسجيل إلى ما بعد 25 يوم من بداية تداول الأسهم، و تسمى هذه الفترة بفترة الهدوء (Quiet Period). بعد ذلك يقوم بنك الاستثمار بدفع رأس المال المتفق عليه للشركة و يقوم هو بدوره ببيع ما لديه من أسهم و لكن عملية البيع هذه قد لا تتم بسهولة نظرا لصعوبة تسويق الأسهم فيقوم بنك الاستثمار غالبا بالاستفادة من خدمات بنوك الاستثمار و سماسرة آخرين في عميلة التسويق تجنبنا لخطورة الفشل⁷. و يسمح النظام لبنك الاستثمار المتولي لعملية الطرح أن يبيع و يشتري مسبقا (شورت). و ذلك في الأيام الأولى من بداية التداول ليتمكن من جعل السعر يستقر و لا يتذبذب بشدة.

2-2- سوق التداول أو السوق الثانوية Secondary Market :

هي تلك السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها و تبعا لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها و ليست الشركة أو الجهة المصدرة لها. و تقوم السوق الثانوية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه إلى التقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمرا ممكنا، بمعنى أنه بدون السوق الثانوية لا تنشأ سوق أولية، ففي السوق الثانوية يتم تسهيل الأوراق المالية و تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع و لا شك أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية يجعلها أكثر قبولا و جاذبية حيث يكون من السهل بيعها و تحويلها إلى نقود بسرعة و بدون خسائر.

إن عدم وجود سوق ثانوية للأوراق المالية يعني صعوبة تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، لأنه في تلك الحالة يتعين الاحتفاظ بها حتى تواريخ استحقاقها، و بالتالي فإنه بالرغم من كونها تمثل استثمارا ماليا بحتا إلا أنها تسهل من تمويل الاستثمار الحقيقي.

وإلى جانب ما تقدم تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية حيث أن المشروعات و المؤسسات التي تشتري الأوراق المالية من السوق الأولية، سوف تدفع للجهة المصدرة سعرا لا يزيد عن السعر الذي تعكسه السوق الثانوية. وكلما زادت أسعار الأوراق المالية للشركة المصدرة في السوق الثانوية زاد السعر كذلك في السوق الأولية ومن ثم قيمة رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الجهة المصدرة.

و يتم تداول الأوراق المالية ضمن السوق الثانوية من خلال السماسرة **Brokers** و التجار **Dealers** و يعمل السماسرة كوسطاء بين المشتريين و البائعين بينما يعمل التجار لحسابهم الخاص. و انتقال السهم من البائع إلى المشتري يكون بإحدى الطرق التالية⁸:

① - التسجيل: و هي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم الاسمية، فعند ما يريد صاحب السهم بيعه، يسجل اسم المشتري على ظهر السهم في جدول خاص يسمى جدول التنازلات، و في الوقت نفسه، يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة، و يوقع اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على التنازل.

⁷ - فهد عبد الله الحوماني، مرجع سبق ذكره، ص 87.

⁸ - شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، بيروت/لبنان، الطبعة الأولى، 2002 ص 104.

② - **الحيازة الفعلية:** و هي الطريقة التي يتم بها تداول الأسهم لحاملها، حيث ينتقل ملكيتها بمجرد الحيازة الفعلية للسهم، و ذلك لأن اسم المالك غير مكتوب على السهم.

③ - **التظهير:** و هي الطريقة التي يتم بها تداول السهم لأمر، حيث يتم نقل ملكية السهم إلى المشتري بالكتابة على ظهر السهم بأنه تم تحويله إلى المشتري (كتابة اسمه) دون الرجوع إلى الشركة.

3- أعضاء البورصة وشروط العضوية⁹:

هناك أنواع مختلفة من الأعضاء الذين يعملون بالبورصة مع العلم بأنه لا يتم الحصول على العضوية إلا بعد اجتياز اختبارات معينة مؤهلة و توفر شروط معينة تحددها الجهات الرقابية، كما أن كل نوع من الأعضاء يدفع رسوم معينة للعضوية ومن أهم أنواع الأعضاء العاملين بالبورصة نذكر :

➤ **السماسرة : Brokers** هم الذين يتوسطون بين البائعين و المشترين و يسهلون التعامل مقابل عمولة محددة بالقانون، و السماسرة يمثلون الجزء الأكبر من أعضاء البورصة و عادة ما يتخذون شكل شركات مساهمة بحد أدنى من رأس المال.

➤ **تجار الأوراق المالية : Dealers** هم الذين يشترون الأوراق المالية لحسابهم ثم يعيدون بيعها لتحقيق أرباح من الفروق بين أسعار البيع و أسعار الشراء، وعادة ما يحتفظون بمخزون من الأوراق المالية، كما قد يطلق عليهم صناع السوق **Market Markers** لأنهم يؤثرون على العرض و الطلب ومن ثم على الأسعار، هذا و قد يجمع بعض أعضاء البورصة بين صفة السماسر و التاجر.

➤ **سماسرة الصالة : Floor brokers** هم سماسرة يدفعون رسوم العضوية من أموالهم و لا ينتمون لأية شركة من شركات السمسرة و إنما ينفذون الأوامر في صالة التعامل لمن يطلب منهم من شركات السمسرة التي تكون لديها ضغوط عمل كبيرة في وقت ذروة نشاط البورصة، لذا يطلق على هؤلاء السماسرة أحيانا سماسرة **Brokers'** و يحصلون على جزء من العمولة.

➤ **تجار الصالة : Floor Traders** و هم تجار مسجلون بالبورصة و يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة و لكنهم يقومون بالبيع و الشراء لحساب أنفسهم و هدفهم اغتنام فرص الربح من الفروق بين أسعار الشراء و البيع،لذا يطلق عليهم أحيانا المضاربون **speculators**.

➤ **المتخصصون : Specialists** هم أعضاء البورصة الذين يتخصص كل واحد منهم للتعامل في ورقة مالية معينة أو عدد من الأوراق المالية، هذا و إذا تخصص أحدهم في ورقة مالية معينة فلا يجوز لغيره أن يتعامل في نفس الورقة حيث أن المتخصص في ورقة معينة هو المحتكر لها و هو وحده الذي يمكنه الإطلاع على الأوامر المحددة **Limit Orders** المتعلقة بتلك الورقة، و عادة ما يجمع المتخصصون بين نشاط السمسرة (الوساطة مقابل عمولة) و بين نشاط التجارة (بيع و شراء الأوراق المالية لحسابهم) و يلعب المتخصصون دورا هاما في البورصة مؤداه المساعدة على استقرار التعامل

⁹ - محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية- الإسكندرية، ص 9-11.

داخل البورصة حيث أنه في حالة زيادة العرض على الطلب بالنسبة لورقة مالية معينة يقوم المتخصصون بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين و العكس صحيح.

3-1- شروط العضوية في البورصة :

تطلب معظم و إن لم يكن كل أسواق الأوراق المالية في العالم شروطا و معايير يجب أن تتوفر في كل مترشح حتى يمكن قيده كسمسار في السوق، و تتماثل تلك الشروط إلى حد كبير، و من أهمها نذكر¹⁰:

① - **شروط تتعلق بالحالة المدنية:** و مفاد هذه الشروط تتمتع المرشح بجنسية البلد التي يرغب في مزاولة عمله فيها، و بلوغه سنا معينة، و تمتعه بالأهلية القانونية.

② - **شروط تتعلق بالنزاهة و حسن السيرة :** و ذلك مثل ألا يكون قد أشهر إفلاسه من قبل، و ألا يكون قد حكم عليه لجناية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة أمانة أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد، أو مخالفة لوائح و قوانين سوق الأوراق المالية.

④ - **شروط تتعلق بالكفاءة المالية :** و تنحصر في امتلاكه لرأس مال يثق به المسؤولون في كفايته لضمان المبالغ التي قد تكون مطلوبة منه سواء للعملاء أو للجنة السوق و لتحصيل الغرامات المالية و للوفاء بالمبالغ المطلوبة كتأمينات.

⑤ - **شروط تتعلق بالكفاءة الفنية:** و تتمثل في ضرورة حصول المرشح على حد أدنى من التعليم الثانوي ، و يطلب منهم إثبات خبرة في مجال يتعلق بأسواق الأوراق المالية لمدة غالبا ما تكون ثلاث سنوات على الأقل، أما الحاصلون على شهادة جامعية فتخفف مدة التدريب و الخبرة إلى فترة سنة واحدة غالبا.

⑥ - شروط إجرائية: و تتمثل فيما يلي

- اجتياز اختبار تحريري أو شفوي أو كليهما.
- الحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة السوق في اقتراع سري.
- دفع رسم يختلف من سوق لأخرى.
- تقديم كفالة مالية أو شخصية.

4- تقسيمات سوق التداول :

تنقسم السوق المالية إلى سوق النقد و سوق رؤوس الأموال كما قسمنا سوق رؤوس الأموال إلى سوق أولية و ثانوية، كما تنقسم أسواق التداول إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة، و يطلق على الأسواق المنظمة بورصة الأوراق المالية *stock exchange*، حيث يلتقي فيها طالبي و عارضني الأوراق المالية أو مندوبيهم بمكان محدد، حيث تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة و مستوفاة لشروط التداول مثل سوق نيويورك *New York Stock Exchange* و للتسجيل في بورصة نيويورك خمسة شروط أساسية:

¹⁰ - احمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية و آئارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى،

❖ أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المنشأة في العام المنصرم عن 2.5 مليون دولار، و أن لا يقل عن 3 مليون دولار في السنتين السابقتين على ذلك العام.

❖ أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة عن 18 مليون دولار.

❖ أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار.

❖ أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار.

❖ أن يوجد 2000 مساهم على الأقل، يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر.

و بالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية، وضعت بوصة نيويورك ثلاثة شروط أخرى مكتملة هي :

✓ أن يكون للمنشأة مكانتها على المستوى القومي.

✓ أن تكون لها المكانة الجيدة داخل الصناعة التي تنتمي إليها.

✓ و أن تنتمي لصناعة لها فرصة التوسع و النمو أو لها فرصة في المحافظة على مركزها في السوق.

هذا و إذا ما اتضح بعد فترة من تسجيل المنشأة بالبورصة أن إقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بعد فترة من تسجيل المنشأة بالبورصة أن إقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض بشكل ملحوظ، حينئذ يجوز لإدارة البورصة إلغاء التسجيل.

و بمجرد قبول و تسجيل أسهم المنشأة يصبح لزاما عليها:

■ الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية و البورصة.

■ نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها.

■ نشر حساباتها الختامية سنويا.

■ امتناع العاملين بها عن التعامل في تلك الأسهم على أساس البيع على المكشوف **short Selling** الذي

ستعرض له فيما بعد.

و تثير هذه الشروط المشددة التساؤل عن سبب إقدام المنشآت على تسجيل أسهمها في السوق المنظمة (البورصة)، رغم وجود سوق غير منظمة التي ستعرض لها فيما بعد و التي لا تضع مثل تلك الشروط!

❖ تحقق المنشأة التي لها أسهم مسجلة و متداولة في البورصة العديد من المزايا، فالتسجيل في حد ذاته يعد إعلانا

مجانيا عن المنشأة، و يتوقع أن يكون له الأثر الإيجابي على المبيعات، و تزداد فاعلية الإعلان كلما كان التعامل على أسهم المنشأة نشطا، كما يمكن القول بأن التسجيل يعطي انطبعا إيجابيا عن المركز المالي للمنشأة مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة.

هذا إلى جانب أن تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها، ذلك أن الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة من خلال وسائل الإعلام عن المنشأة المصدرة لها، و حجم التعامل على أسهمها، أسعار الإقبال و الافتتاح. بالإضافة إلى ثقة المستثمرين في حركة سعر السهم، فهي حركة غير مفتعلة، أي لا تقوم على الغش و الخداع من قبل بعض المتعاملين.

و يتم التعامل في السوق الغير المنظمة *Over the counter market* في الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية. و تحدث عملية التبادل في السوق الغير المنظمة - التعامل خارج المنصة - من خلال مكاتب المتعاملين و سمسارة السوق، حيث يتوافر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية محل التعامل و أسعارها. و يتم الربط بين المتعاملين من خلال شبكة اتصالات قوية، يمكن عن طريقها أن يجري السمسار اتصالاته بتجار الأوراق المالية ليختار من بينهم من يقدم أفضل الأسعار و من الأمثلة على هذا السوق سوق *NASDAQ* الذي لا يملك كيان عمراي على الإطلاق كما هو الحال في سوق نيويورك.

بالإضافة إلى السوق الرسمية هناك أسواق أخرى غير رسمية لعل أهمها السوق الثالثة و الرابعة. و تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت السمسرة و من غير أعضاء الأسواق المنظمة، و لكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق. و تنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات المالية و الاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء الأوراق المالية بكميات كبيرة بهدف الحد من العمولات التي يتقاضاها السمسارة في الأسواق الأخرى.

وسواء كانت السوق التداول منظمة أو غير منظمة، فثمة ضرورة لوجود ما يسمى بصانعي الأسواق ، و يكون صانع السوق محتفظا بمخزون من الأوراق المالية يجعله على استعداد في أي وقت لبيع و شراء الأوراق المالية التي يتعامل فيها. و يلعب ما يسمى بالمتخصص *Specialist* دور صانع السوق في الأسواق المنظمة حيث يتخصص في التعامل في ورقة أو مجموعة من الأوراق المالية، و يجمع نشاطه بين السمسرة و الاتجار، فإذا قام المتخصص بالتوفيق بين رغبات المشترين و رغبات البائعين فهو يعمل كسمسار. وإذا لم يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون لتوفيق الرغبات، ومن ثم فهو في تلك الحالة يعمل كتاجر. و يعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المنتظم و المستمر للبورصة. ففي حالة و جود فائض عرض من أصل مالي معين يلجأ المتخصص لتخفيض هامش ربحه *Spread* و ذلك لتنشيط الطلب على الأصل المالي، ومن ثم تحقيق توازن العرض و الطلب عليه. و في حالة وجود فائض طلب يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد على الأصل المالي أو قد يعتمد إلى رفع سعره من خلال زيادة هامش ربحه لترشيد الطلب المتزايد على الأصل المالي. و يلعب التاجر دور صانع السوق في السوق الغير المنظمة حيث يقوم بالاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية التي يتعامل فيها، من أجل إعادة التوازن إلى السوق.

4-1 - عمليات البورصة : فيما يخص عمليات البورصة فنميز بين عمليات الآجلة و العاجلة كما يلي :

➤ **العمليات العاجلة :** تتميز بأنها تتم فورا فيجري دفع الثمن و استلام الأوراق المالية موضوع الصفقة بحوزتهم حتى يتمكنوا من تسليمها وقت البيع.

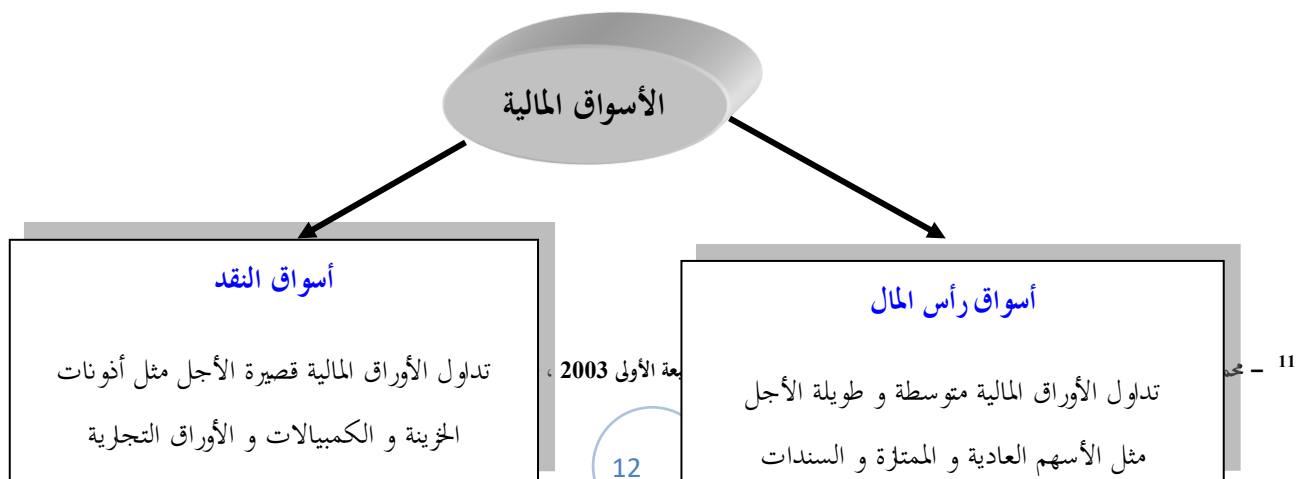
➤ **العمليات الآجلة :** تتميز بأن دفع الثمن و تسليم الأوراق المالية لا يتمان عند عقد الصفقة بل بعد فترة تعين مسبقا تدعى موعد التصفية و تجرى هذه التصفية عادة كل شهر مرة قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين في السوق بيعا و شراء و يتم دفع الثمن و تسليم الأوراق المالية فعليا بعد عدة أيام من تاريخ التصفية حسب التنظيم المعمول به في البورصة و بالتالي تمتاز هذه الصفقات بالمضاربة كما هو الحال بالنسبة للعمليات الآجلة.

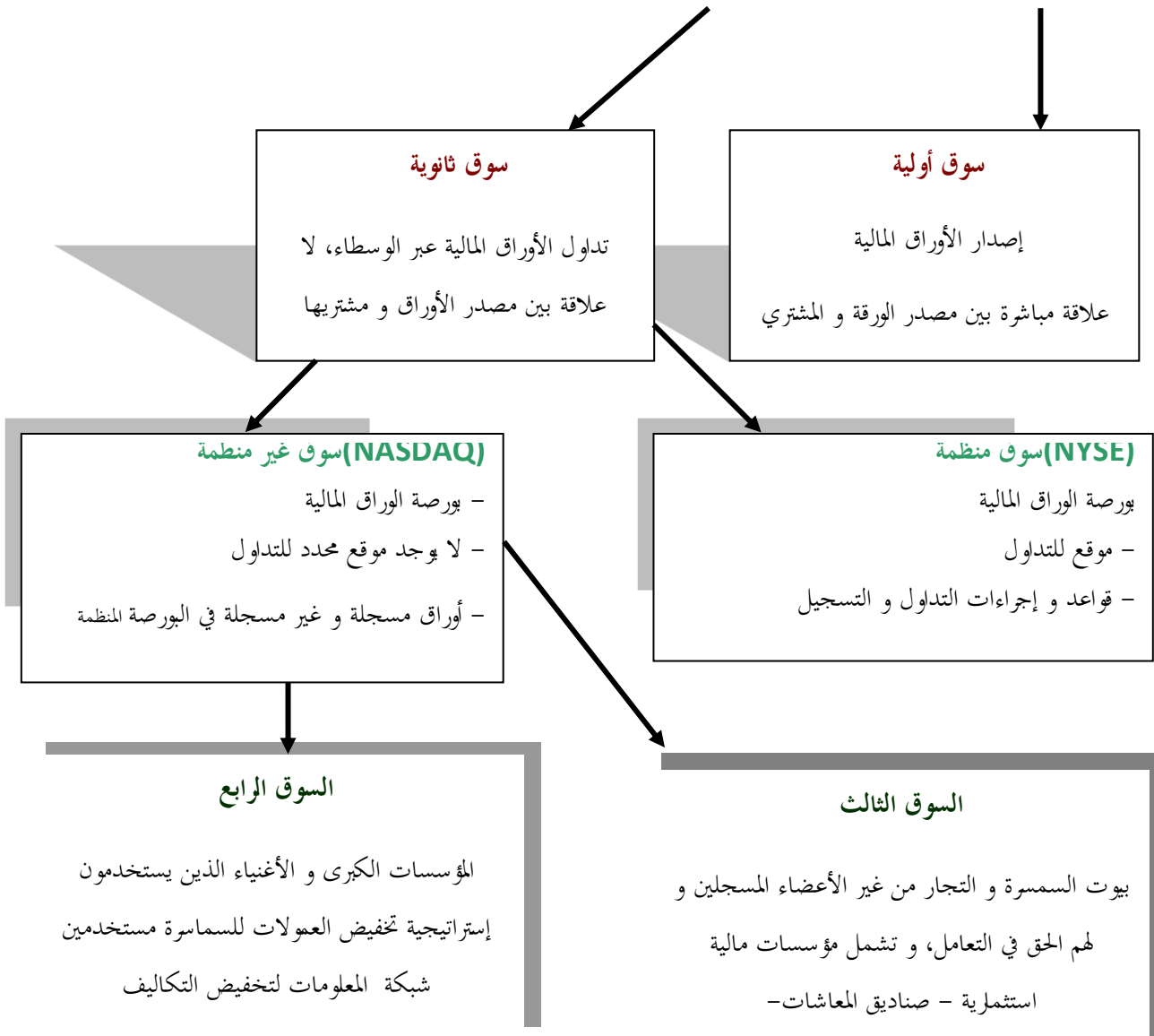
كما أن بورصة الأوراق المالية لديها دور كبير في ¹¹ :

- شراء و بيع الأوراق المالية عن طريق السمسرة فقط و لا يجوز أن تتم عمليات الشراء و البيع للأوراق المالية إلا عن طريق السماسرة المقيدين في البورصة أو وكلائهم، و لكل سمسار غرفة صغيرة في البورصة مزودة بأجهزة الاتصال.
- تلقي الأوامر من العملاء شفويا أو هاتفيا أو كتابيا من طرف السماسرة.
- تنفيذ العملية داخل المقصورة عن طريق المناداة للسماسرة بصوت مرتفع مبينا اسم الأوراق المالية التي يريد بيعها أو شرائها ثم يتم تقييد العملية في قسيمة خاصة تقدم لمراقب المقصورة و بعد ذلك ترسل إلى الموظف المختص بالكتابة على لوحة الأسعار في تلك اللحظة.
- تقييد الصفقة بين العميل و السمسار بإرسال خطاب إلى العميل يبين فيه الأوراق التي اشتراها أو باعها لحسابه و يقوم بإرسال فاتورة تفصيلية عن كل صفقة إلى العميل.

ووفقا للمخطط البياني التالي يمكن توضيح تقسيمات الأسواق المالية وفقا للأسس السابقة الذكر كما يلي :

الشكل رقم 2 : تقسيمات السوق المالية





المصدر : محمود محمد الداغر، الأسواق المالية دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى 2005 ص45.